

# Carta de Riscos: CRAs e FIDCs do Agronegócio

Emissões de CRAs crescem 49% no comparativo anual até maio

27 de junho de 2022

Este relatório não constitui uma ação de rating.



## Contatos Analíticos

## Operações Estruturadas

### **Victor Nomiya, CFA**

São Paulo  
55 (11) 3039-9764  
victor.nomiya@spglobal.com

### **Leandro Albuquerque**

São Paulo  
55 (11) 3039-9729  
leandro.albuquerque@spglobal.com

## Ratings Corporativos

### **Flávia Bedran**

São Paulo  
55 (11) 3039-9758  
flavia.bedran@spglobal.com

## Principais Conclusões

- 2022 tem sido um ano excepcional em termos de emissões de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs) no Brasil, com crescimento de 49% no volume até maio comparado ao mesmo período de 2021. Porém, esse ritmo pode desacelerar em função das eleições e do cenário de inflação e juros altos.
- A S&P Global Ratings tem mantido um ritmo robusto de avaliações de CRAs, com 12 transações até maio deste ano, em um volume aproximado de R\$ 4,5 bilhões, versus seis transações que totalizaram R\$ 3,5 bilhões no mesmo período de 2021. As emissões avaliadas até o momento possuem lastro corporativo.
- A entrada dos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagros) aumentou as opções de funding para o setor, com 22 emissões entre agosto de 2021 e maio de 2022, totalizando aproximadamente R\$ 3,6 bilhões.
- Entretanto, os fatores riscos têm se ampliado, dentre os quais destacamos as medidas restritivas na China para conter a COVID-19, a inflação persistente, a elevação dos preços do petróleo e do gás natural globalmente, a extensão do conflito entre a Rússia e Ucrânia, além dos fatores climáticos, que podem trazer quebras de safras relevantes.

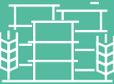
## Volume de emissões de CRAs tem sido robusto em 2022, mas fatores de riscos aumentaram

O volume de ratings atribuídos pela S&P Global Ratings no segmento de crédito estruturado para o agronegócio tem se mantido robusto em 2022, com 12 transações que somam cerca de R\$ 4,5 bilhões avaliadas até maio de 2022, comparado a 6 transações, no valor total de R\$ 3,5 bilhões, no mesmo período de 2021.

Entretanto, os riscos têm se ampliado, destacando-se entre eles as medidas restritivas na China para conter a COVID-19, que têm afetado as cadeias logísticas globais, o cenário inflacionário brasileiro, que pressiona as estruturas de custos, a elevação dos preços de petróleo e gás natural globalmente, e a extensão do conflito entre Rússia e Ucrânia e seu impacto na oferta de alimentos e de insumos para o setor. Além disso, há os fatores climáticos, que podem trazer quebras de safras relevantes, como a recente quebra da soja no sul do país e a na produção de cana-de-açúcar na safra 2021/2022.

Os fatores acima têm implicações diferentes para cada subsegmento do agronegócio. Apesar de amplo, o setor possui certa concentração em grãos (soja e milho), proteína animal (bovino, suínos e aves), e em açúcar e álcool. Vide no gráfico abaixo nossa visão dos fundamentos para cada subsegmento.

## Visão dos fundamentos por segmento do agronegócio

 <p>Grãos</p>	<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Fatores climáticos</b> podem ter impacto relevante, como quebra da safra de soja no Sul do país no início do ano.</li><li>• <b>Elevação dos preços de adubos e fertilizantes</b> em função do conflito entre <b>Rússia e Ucrânia</b>. O conflito também restringiu a oferta de milho, elevando o preço do grão.</li><li>• Os preços favoráveis das commodities, com a soja cotada em torno de US\$17 por <i>bushel</i> e o milho acima de US\$7,0 por <i>bushel</i> em junho de 2022, e o câmbio desvalorizado devem manter a rentabilidade dos produtores.</li><li>• Expansão de área e clima mais favorável devem levar a uma produção recorde de milho este ano no Brasil.</li></ul>
 <p>Proteínas</p>	<ul style="list-style-type: none"><li>• As operações voltadas para <b>exportações</b> têm apresentado melhor desempenho. Já o repasse de preços no mercado doméstico tem sido mais desafiador.</li><li>• Os frigoríficos brasileiros podem se beneficiar de um <b>ciclo de gado mais favorável</b> no médio prazo no país.</li><li>• <b>A alta nos preços do milho e soja</b> está afetando a estrutura de custos e as margens de frangos e suínos, dada a dificuldade de repassar os custos no mercado doméstico no atual cenário.</li><li>• A cadeia de produção de frango está se ajustando ao cenário, podendo haver redução da oferta e ajuste de preços.</li></ul>
 <p>Açúcar e etanol</p>	<ul style="list-style-type: none"><li>• O setor tem se mostrado resiliente, <b>beneficiando-se dos preços das commodities</b> e mantendo a geração de caixa mesmo com a quebra de safra de cerca de 15% em 2021/2022 por questões climáticas.</li><li>• Elevação nos preços de <b>fertilizantes, diesel e equipamentos</b> pressionam os custos.;</li><li>• Os preços do açúcar próximo de 20 cents de dólar por libra-peso e o do etanol hidratado acima de R\$3,0 por litro devem compensar a pressão nos custos.</li><li>• Preço internacional do petróleo deve sustentar o preço de etanol, presumindo a manutenção da política de paridade.</li></ul>

Fonte: S&P Global Ratings  
Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

## Volume de emissões de CRAs cresceu quase 49% no comparativo anual até maio de 2021

### Continuidade desse ritmo é incerta em um ano de eleições e de alta da inflação e juros

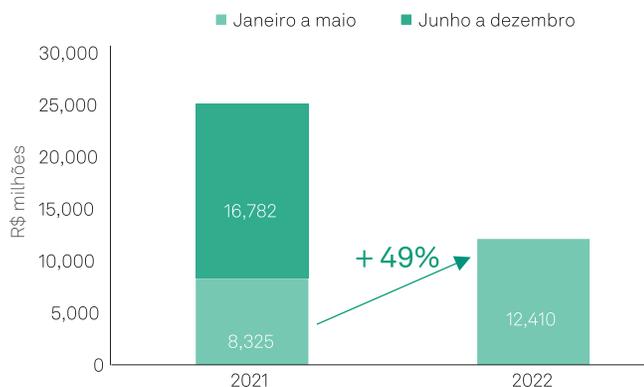
O mercado de CRAs apresentou crescimento contínuo nos últimos anos, e acreditamos que tem potencial de expansão em função do incremento do capital privado no financiamento do agronegócio e do advento dos Fiagros, que podem pulverizar o acesso do investidor a esse segmento.

O setor apresenta alta necessidade de crédito para o custeio agrícola, de cerca de R\$ 300 bilhões anuais, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Além disso, o crédito está concentrado em poucos bancos e em linhas de curto prazo, o que expõe o setor a riscos de refinanciamento.

## Emissões de CRAs e Fiagros no Brasil têm ritmo acelerado em 2022



### Emissões de CRAs cresceram 49% até maio de 2022



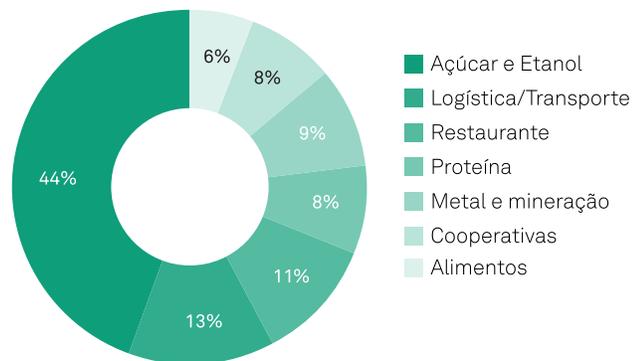
Fonte: Anbima e S&P Global

### Fiagros – Novos ativos e riscos

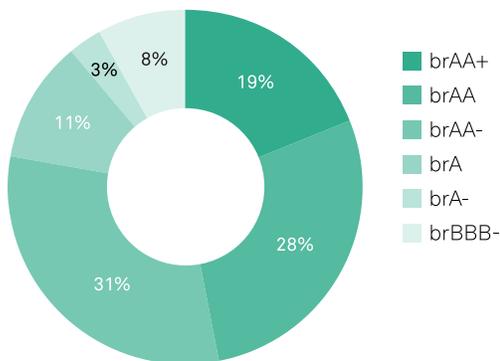
- Os Fundos de Investimento em Cadeias Agroindustriais (Fiagro) foram instituídos em março de 2021 pela Lei nº 14.130;
- A polivalência dos ativos que podem compor suas carteiras trará novas visões de riscos, dada a abrangência do setor.
- Muitos Fiagros em operação possuem carteiras concentradas, principalmente em CRAs de emissores de pequeno porte, com gestores também atuando na estruturação de emissões e liquidez limitada no mercado secundário.
- Temos um histórico limitado da performance dos ativos que compõem os fundos, cujos resultados até o momento têm influência positiva de um ciclo de alta das commodities agrícolas.

Até maio de 2022, a S&P Global Ratings avaliou 12 operações de CRA, somando R\$ 4,5 bilhões.

#### Distribuição por setor



#### Distribuição por rating



Fonte: S&P Global Ratings  
Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

## Como a S&P Global Ratings vê o cenário para ratings de CRAs e FIDCs que avalia?

As emissões de CRAs avaliadas pela S&P Global Ratings concentram-se em operações lastreadas em dívidas corporativas. Dessa forma, o rating do CRA reflete nossa opinião de crédito sobre o lastro subjacente, que em última instância incorpora a qualidade de crédito do emissor corporativo. Em sua maioria, as operações de CRAs avaliadas estão ligadas a empresas do setor sucroalcooleiro, mas também há exposição ao setor de proteínas, produtores de grãos, papel e celulose, e empresas do setor de logística. De forma geral, os principais riscos específicos que monitoramos para o setor incluem:

### Fatores de riscos para o setor corporativo do agronegócio



#### Eventos climáticos

- Impacto direto na safra do produtor, e necessidade de investimentos para recuperar a produtividade.
- Efeitos indiretos nos **preços das commodities**, afetando os custos de produção e as margens do setor de proteína.



#### Liquidez

- Setor marcado por elevadas necessidades de **capital de giro** (custeio da produção, carregamento de estoque, etc.), financiadas por linhas de curto prazo.
- **Estresse no mercado de crédito** pode limitar acesso a refinanciamentos.
- Liquidez dos estoques prevê certa flexibilidade.



#### Preços das commodities

- Volatilidade nos preços das commodities agrícolas gera incertezas sobre **a estabilidade das métricas de alavancagem** e margens.
- Avaliamos a capacidade de fixação de preço das commodities e do câmbio, além da consistência e eficácia das **políticas de hedge** vigentes.



#### Governança

- Muitas empresas com controle familiar e sem **políticas de governança formalizadas** e gestão profissionalizada.
- Para atribuição do rating corporativo, é necessário no mínimo a apresentação de **balanço auditado**.



#### Estrutura de custo

- Setor marcado por elevado **CAPEX recorrente** para sustentar a produtividade agrícola.
- Margens do setor em 2022 serão impactadas pela elevação dos custos de mão de obra, energia e fertilizantes, parcialmente compensadas pelos preços de commodities.

Fonte: S&P Global Ratings  
Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

## Operações diversificadas e pulverizadas

Algumas das principais características e fatores que riscos que avaliamos em operações diversificadas e estruturas pulverizadas para o setor agro incluem:

### Fatores específicos para CRAs diversificados ou FIDCs lastreados por ativos do agronegócio



#### Originador

- O originador tem papel-chave em estruturas com monocedentes.
- Geralmente atua como um prestador de serviço para a cobrança dos títulos.
- A análise do seu desempenho histórico, estrutura de gestão e solidez do balanço tem peso relevante.



#### Eventos de diluição

- Os eventos de diluição no setor agro podem ter **impacto relevante**.
- Tais eventos incluem devoluções de mercadorias por questões técnicas dos produtos, e não utilização e/ou remanejamento do produto para outro devedor.
- Sujeitos à **sazonalidade** das safras agrícolas.



#### Fatores climáticos

- Análise de exposição a riscos climáticos (tipo de cultura, exposição geográfica do fundo, etc.).
- Os fatores de estresse aplicados às perdas também tendem a ser mais conservadores.



#### Safra e premissa de perda

- De forma geral, analisamos as perdas em **bases semestrais** para reduzir o efeito da concentração de volumes em meses específicos da safra.
- Para o setor, geralmente consideramos como perda os **atrasos acima de 180 dias**, buscando incorporar variações do período de colheita.



#### Perfil dos devedores

- As carteiras pulverizadas muitas vezes incluem **produtores rurais pessoas físicas** com elevado ticket e diferentes níveis de formalização.



#### Concentração da carteira

- Algumas operações podem ter baixo nível de diversificação, aumentando o risco de crédito da carteira.

Fonte: S&P Global Ratings  
Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

## Resumo de algumas operações avaliadas pela S&amp;P Global Ratings em 2022:

Operação	Rating	Volume das emissões	Dívida/EBITDA*	Receita líquida	Breve descritivo
<b>CRA Vamos (Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A.)</b>	brAA+ (sf)	R\$ 600 milhões	2,5x	R\$ 4,6 bilhões	<b>Locação de veículos.</b> A Vamos é uma empresa de capital aberto parte do grupo JSL. Atualmente, é a maior locadora de caminhões e máquinas do Brasil, com alta previsibilidade de fluxo de caixa.
<b>CRA Cocari (COCARI - Cooperativa Agropecuária e Industrial)</b>	brBBB- (sf)	R\$ 359 milhões	Não Disponível	R\$ 4,6 bilhões	<b>Cooperativa agrícola.</b> A Cocari possui mais de 9.000 cooperados, atuando principalmente no estado do Paraná, mas vem expandindo suas operações para Minas Gerais e Goiás. O cenário preços de insumos agrícolas pode pressionar o capital de giro e a liquidez da cooperativa no curto prazo.
<b>CRA Batatais (Usina Batatais S/A)</b>	brAA (sf)	R\$ 62 milhões	3,4x	R\$ 825 milhões	<b>Açúcar e etanol.</b> Localizada no estado de São Paulo, com capacidade de moagem de 7,2 milhões de toneladas por ano, já incluindo a recente aquisição da usina Cevasa. A estiagem afetou a Batatais, gerando uma quebra de cerca de 16% na safra de 2021/2022, mas o cenário de preços irão suportar a geração de fluxo de caixa operacional livre da empresa.
<b>CRA Bem Brasil (Bem Brasil Alimentos S.A.)</b>	brAA- (sf)	R\$ 270 milhões	2,7x	R\$ 335 milhões	<b>Alimentos.</b> Sediada na cidade de Araxá, Minas Gerais, a Bem Brasil Alimentos S.A. é uma produtora brasileira de batatas pré-fritas congeladas, flocos desidratados de batata e outros produtos relacionados. Possui sólida participação no mercado brasileiro e apresentou resultados resilientes nos últimos anos.
<b>CRA Madero (Madero Indústria E Comércio S.A.)</b>	brA (sf)	R\$ 500 milhões	5,6x**	R\$ 1,14 bilhão	<b>Restaurantes.</b> O grupo Madero é um operador brasileiro de restaurantes nos segmentos de casual dining e fast casual no Brasil.
<b>CRA Neomille (Neomille S.A. – subsidiária integral da Cerradinho Bioenergia S.A.)</b>	brAA (sf)	R\$ 600 milhões	2,5x	R\$ 2,6 bilhões	<b>Etanol.</b> A Neomille é uma subsidiária integral da Cerradinho Bioenergia, produtora brasileira de etanol via cana-de-açúcar e milho. Esperamos que o grupo apresente uma robusta geração de caixa e um colchão consistente de liquidez nos próximos anos, favorecido pelos preços recordes do etanol no mercado doméstico. Além disso, está expandindo sua escala por meio de um projeto <i>greenfield</i> de etanol de milho no estado do Mato Grosso do Sul.
<b>CRA Tereos (Tereos Açúcar e Energia Brasil S.A.)</b>	brAA- (sf)	R\$ 716 milhões	3,6x	R\$ 4,4 bilhões	<b>Açúcar e Etanol.</b> A Tereos Açúcar e Energia Brasil S.A. é uma das maiores empresas do setor sucroenergético no Brasil, operando sete usinas no estado de São Paulo. O rating da empresa espelha o de sua controladora, a Tereos SCA. Suas operações apresentam um custo-caixa ainda elevado, mas se beneficiará do cenário de preços favoráveis, que deve levar a uma geração de caixa positiva e desalavancagem gradual.
<b>CRA São Salvador (São Salvador Alimentos S.A.)</b>	brAA+ (sf)	R\$ 450 milhões	1,0x**	R\$ 2,8 bilhões	<b>Proteína.</b> A São Salvador é uma das principais produtoras de carne de frango do Brasil, com duas plantas de abate no estado de Goiás e forte presença regional. A empresa atua em todas as etapas da cadeia produtiva, com distribuição local e internacional. Em 2021, a São Salvador gerou R\$ 2,8 bilhões de receita e lucro líquido de R\$ 295 milhões.

\*Métricas ajustadas pela S&amp;P Global Ratings. \*\*Dados de dívida e EBITDA conforme reportados, não ajustados pela S&amp;P Global Ratings.

Copyright © 2022 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (due diligence) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus websites [www.spglobal.com/ratings/pt/](http://www.spglobal.com/ratings/pt/) (gratuito) e [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em [www.spglobal.com/usratingsfees](http://www.spglobal.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGSDIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.